

评级：买入（维持）

市场价格：20.78 元

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：张琼

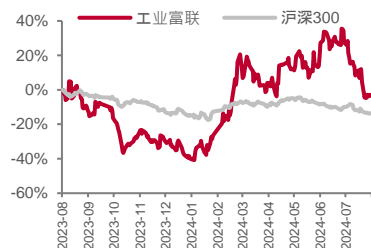
执业证书编号：S0740523070004

Email: zhangqiong@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	19,868
流通股本(百万股)	19,862
市价(元)	20.78
市值(百万元)	412,855
流通市值(百万元)	412,740

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	511,850	476,340	561,553	652,212	736,658
增长率 yoy%	16%	-7%	18%	16%	13%
净利润(百万元)	20,073	21,040	25,019	30,080	33,121
增长率 yoy%	0%	5%	19%	20%	10%
每股收益(元)	1.01	1.06	1.26	1.51	1.67
每股现金流量	0.77	2.17	0.71	2.12	1.67
净资产收益率	16%	15%	16%	16%	15%
P/E	20.6	19.6	16.5	13.7	12.5
P/B	3.2	2.9	2.6	2.2	1.9

备注：以 2024 年 8 月 13 日收盘价计算

投资要点

- 事件：公司发布 2024 年中报：
 - 1) 24H1：收入 2660.9 亿元，同比+28.7%；归母净利润 87.4 亿元，同比+22.0%；扣非归母净利润 85.3 亿元，同比+13.2%。
 - 2) 24Q2：收入 1474.0 亿元，同比+46.1%，环比+24.2%；归母净利润 45.5 亿元，同比+12.9%，环比+8.8%；扣非归母净利润 42.6 亿元，同比-1.6%，环比-0.3%。毛利率 6.0%，同比-0.97pct，环比-1.64pct；净利率 3.08%，同比-0.92pct，环比-0.45pct。
- 23 年同期汇兑收益较高，影响利润表现。24Q2 收入保持高增，主因品牌客户带来的 AI 服务器订单增加；扣非利润同比下滑，主因去年同期汇兑收益较高，23H1 汇兑约为 10.9 亿元，24H1 仅有约 5.5 亿元，若扣除完整汇兑影响，24Q2 利润总额同比增长约 25%。
- AI 服务器收入高增，通用服务器复苏增长。24H1 公司云计算收入同增 60%，云服务商占比 47%，同比+5pct，其中 AI 服务器收入同比+230%，占服务器总收入 43%；24Q2 云计算收入同增超 70%，环增超 30%，占总收入 55%，其中 AI 服务器收入同增超 270%，环增超 60%，占服务器总收入 46%，占比逐季提升。此外，24H1 通用服务器收入同增 16%，呈明显复苏趋势。24H1 实现 800G 交换机出货，400G/800G 交换机收入同增 30%，预计全年保持增长。
- 回购股份注销，彰显发展前景信心。7/30 日公司公告拟通过集中竞价方式，回购 2~3（含）亿元股份注销以减少注册资本，回购价格不超过 40.33 元/股。此次回购股份并注销，彰显公司对未来发展前景的信心及对公司长期价值的认可，同时维护广大股东利益，增强投资者信心。
- 投资建议：我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 250/301/331 亿元，对应 PE 估值 16.5/13.7/12.5 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：AI 需求不及预期；智能手机销量不及预期；研报使用的信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	83,462	73,002	84,788	104,157	营业收入	476,340	561,553	652,212	736,658
应收票据	7	8	12	15	营业成本	437,964	518,146	603,362	682,998
应收账款	88,467	89,101	84,131	87,741	税金及附加	381	562	652	737
预付账款	255	305	379	434	销售费用	1,024	936	957	1,080
存货	76,683	86,403	83,212	87,382	管理费用	4,226	4,212	3,913	4,052
合同资产	0	0	0	0	研发费用	10,811	12,073	13,044	14,586
其他流动资产	3,604	4,898	5,836	6,250	财务费用	-586	-788	-1,250	-2,068
流动资产合计	252,478	253,717	258,357	285,979	信用减值损失	113	96	50	30
其他长期投资	63	74	86	97	资产减值损失	-543	-600	-300	-300
长期股权投资	7,180	7,980	8,780	9,580	公允价值变动收益	264	200	200	200
固定资产	17,712	18,027	18,260	17,731	投资收益	-666	30	10	10
在建工程	2,508	2,308	2,308	2,308	其他收益	1,250	1,200	1,400	1,000
无形资产	1,004	1,104	1,259	1,476	营业利润	23,067	27,408	32,963	36,302
其他非流动资产	6,760	6,727	6,758	6,843	营业外收入	123	123	123	123
非流动资产合计	35,227	36,220	37,451	38,035	营业外支出	66	66	66	66
资产合计	287,705	289,938	295,808	324,014	利润总额	23,124	27,465	33,020	36,359
短期借款	41,091	26,321	5,628	0	所得税	2,106	2,472	2,971	3,272
应付票据	0	113	126	73	净利润	21,018	24,993	30,049	33,087
应付账款	75,028	72,540	73,610	78,545	少数股东损益	-22	-26	-31	-34
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	21,040	25,019	30,080	33,121
合同负债	190	224	261	294	NOPLAT	20,486	24,277	28,911	31,206
其他应付款	14,054	14,054	14,054	14,054	EPS (按最新股本摊薄)	1.06	1.26	1.51	1.67
一年内到期的非流动负债	669	669	669	669					
其他流动负债	7,012	7,162	7,030	7,335					
流动负债合计	138,045	121,083	101,378	100,969					
长期借款	7,097	6,597	6,097	5,597					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,968	1,968	1,968	1,968					
非流动负债合计	9,065	8,565	8,065	7,565					
负债合计	147,110	129,648	109,443	108,535					
归属母公司所有者权益	140,187	159,908	186,015	215,163					
少数股东权益	408	382	351	316					
所有者权益合计	140,595	160,290	186,365	215,479					
负债和股东权益	287,705	289,938	295,808	324,014					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43,084	14,079	42,121	33,247
现金收益	24,882	29,524	34,203	36,507
存货影响	638	-9,719	3,190	-4,170
经营性应收影响	9,856	-86	5,193	-3,369
经营性应付影响	2,902	-2,375	1,083	4,881
其他影响	4,805	-3,265	-1,549	-603
投资活动现金流	-4,564	-6,083	-6,419	-5,845
资本支出	-8,595	-5,533	-5,792	-5,176
股权投资	5,036	-800	-800	-800
其他长期资产变化	-1,005	250	173	131
融资活动现金流	-24,734	-18,456	-23,916	-8,033
借款增加	-10,393	-15,270	-21,193	-6,128
股利及利息支付	-13,267	-6,592	-6,762	-6,824
股东融资	174	0	0	0
其他影响	-1,248	3,406	4,039	4,919

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-6.9%	17.9%	16.1%	12.9%
EBIT 增长率	6.0%	18.4%	19.1%	7.9%
归母公司净利润增长率	4.8%	18.9%	20.2%	10.1%
获利能力				
毛利率	8.1%	7.7%	7.5%	7.3%
净利率	4.4%	4.5%	4.6%	4.5%
ROE	15.0%	15.6%	16.1%	15.4%
ROIC	12.5%	14.5%	16.9%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	42.5%	43.4%	51.1%	44.7%
债务权益比	36.1%	22.2%	7.7%	3.8%
流动比率	1.8	2.1	2.5	2.8
速动比率	1.3	1.4	1.7	2.0
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.9	2.2	2.3
应收账款周转天数	70	57	48	42
应付账款周转天数	59	51	44	40
存货周转天数	63	57	51	45
每股指标 (元)				
每股收益	1.06	1.26	1.51	1.67
每股经营现金流	2.17	0.71	2.12	1.67
每股净资产	7.06	8.05	9.36	10.83
估值比率				
P/E	20	17	14	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	379	320	275	257

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。